



信用等级通知书

信评委函字[2016]G140-1号

福星惠誉房地产有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“福星惠誉房地产有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年三月九日

福星惠誉房地产有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

债券级别 AA
主体级别 AA
评级展望 稳定
发行主体 福星惠誉房地产有限公司
发行规模 本期债券基础发行规模为10亿元，可超额配售不超过10亿元。其中，品种一（3+2年期）基础发行规模为8亿元；品种二（5年期）基础发行规模为2亿元。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。

债券期限 本期债券分为2个品种，品种一为5年期，附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为5年期。

债券利率 本次债券采取网下发行方式，票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。

偿还方式 采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

担保主体 湖北福星科技股份有限公司
担保方式 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

概况数据

福星惠誉	2012	2013	2014	2015.9
所有者权益（亿元）	69.66	78.57	72.96	73.64
总资产（亿元）	214.66	226.63	256.72	316.68
总债务（亿元）	56.62	71.26	111.38	157.32
营业总收入（亿元）	42.52	58.60	53.44	55.39
营业毛利率（%）	34.33	30.91	23.49	29.65
EBITDA（亿元）	8.05	10.88	14.99	-
所有者权益收益率	8.69	9.96	14.42	15.69
资产负债率（%）	67.55	65.33	71.58	76.75
总债务/EBITDA (X)	7.03	6.55	7.43	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.38	1.85	1.70	-
福星股份	2012	2013	2014	2015.9
所有者权益（亿元）	74.19	89.01	80.40	80.12
总资产（亿元）	254.97	271.11	287.79	349.12
总债务（亿元）	74.30	86.01	129.76	157.68
营业总收入（亿元）	62.45	76.63	66.86	62.04
营业毛利率（%）	28.09	25.97	18.64	26.09
EBITDA（亿元）	11.36	13.17	14.86	-
所有者权益收益率	8.26	7.65	8.88	11.01
资产负债率（%）	70.90	67.17	72.06	77.05
总债务/EBITDA (X)	6.54	6.53	8.73	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.57	1.87	1.48	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2015年前三季度所有者权益收益率经过年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“福星惠誉房地产有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 **AA**，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。上述级别同时也考虑了湖北福星科技股份有限公司（以下简称“福星股份”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券的保障作用。

中诚信证评评定福星惠誉房地产有限公司（以下简称“福星惠誉”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，该级别反映了发行主体福星惠誉偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了福星惠誉丰富的项目资源储备、明显的区位优势以及福星股份提供的保证担保对公司信用水平以及本次债券按期偿还所起到的支撑作用。同时，中诚信证评也关注到房地产行业景气度波动、资金压力较大等因素可能对公司及本次债券信用水平产生的影响。

正 面

- 充足的项目资源储备且区位条件良好。近年来公司持续在武汉市以“城中村改造”模式进行土地储备，项目资源储备充裕，为公司业务发展奠定了良好基础，截至2015年9月30日，公司“城中村改造”、“旧城改造”项目储备面积（指已取得土地证规划可售面积减除已销售结转面积）为194.62万平方米，另有因宗地未能拆迁完毕暂时不能申请办理土地证的规划建设面积321.71万平方米。且项目所在地良好的区位条件和较快的经济发展水平亦为项目的开发及销售的顺利实施提供了有力保障。
- 区域竞争优势明显。作为武汉本土企业，公司在“城中村改造”开发模式中具备优势；同时，其作为武汉市房地产行业的龙头企业，区域内市场占有率高，且具有良好的品牌影响力。

分析师

罗彬璐 bluo@ccxr.com.cn

方雨芳 ylfang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年3月9日

- 福星股份提供的保证担保一定程度上增强了本次债务的保障程度。其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保一定程度上增强了本次债券的安全边际。

关注

- 房地产行业景气度波动。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，近期房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，行业环境的变化或将对福星惠誉经营战略的实施提出更高要求。
- 资金压力。公司负债水平上升较快，且较大规模的在建及储备项目的持续推进以及未来新增土地储备需求，或将给其带来一定的资金压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

福星惠誉房地产有限公司（以下简称“福星惠誉”或“公司”）成立于 2001 年 1 月，系由湖北福星科技股份有限公司（以下简称“福星股份”）、湖北汉川钢丝绳厂和武汉市惠誉房地产开发有限公司共同出资组建的有限责任公司，初始注册资本 4,500 万元。2001 年 5 月，公司进行了增资和股权变更，注册资本增至 10,000 万元。2003 年 2 月及 9 月，公司两次进行增资，注册资本增至 30,000 万元，各股东持股情况如下：福星股份持股 29,200 万元，持股比例为 97.332%；喻惠平、喻小平、喻砚平、涂慧芬分别持股 200 万元，持股比例分别为 0.667%。2008 年，公司再次进行了增资和股权变更，注册资本增至 70,000 万元，同时由福星股份收购其他股东所持有的 2.668% 的股份。收购完成后，福星股份对公司的持股比例达到 100%。2010 年，公司新增注册资本 10,000 万元，注册资本增至 80,000 万元。截至 2015 年 9 月 30 日，公司注册资本为 80,000 万元，由湖北福星科技股份有限公司全资控股。公司实际控制人为湖北省汉川市钢丝绳厂。

公司主要从事房地产开发，具备房地产开发一级资质。目前，公司的房地产开发项目主要分布于武汉市区及湖北省内核心二线城市，其中在武汉市区的房地产开发项目主要以“城中村改造”、“旧城改造”的模式进行。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额 256.72 亿元，所有者权益 72.96 亿元（含少数股东权益），资产负债率为 71.58%。2014 年，公司实现营业收入 53.44 亿元，取得净利润 10.52 亿元，经营活动现金净流量为-13.31 亿元。

截至 2015 年 9 月 30 日，公司资产总额 316.68 亿元，所有者权益 73.64 亿元（含少数股东权益），资产负债率为 76.75%。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 55.39 亿元，取得净利润 8.67 亿元，经营活动现金净流量为-10.09 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	福星惠誉房地产有限公司
债券名称	福星惠誉房地产有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券
发行规模	本期债券基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 10 亿元。其中，品种一（3+2 年期）基础发行规模为 8 亿元；品种二（5 年期）基础发行规模为 2 亿元。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。
债券期限	本期债券分为 2 个品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期
债券利率	本次债券采取网下发行方式，票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定
担保方式	本次债券由福星股份提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本次发行公司债券的募集资金拟用于偿还公司有息债务及补充公司营运资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

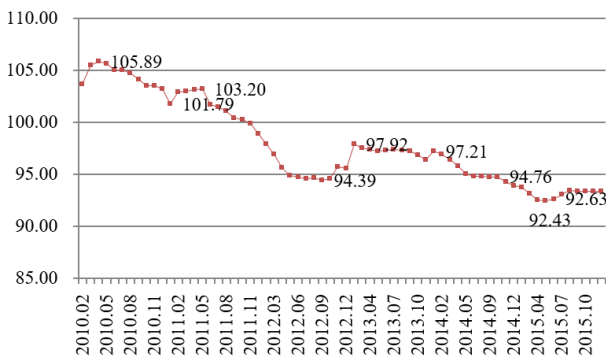
全国房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自 2012 年 3 月开始逐步回升，2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，全

年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。进入2015年，随着调降二套房首付比例、营业税政策调整、央行多次降准降息以及普遍二胎政策等一系列宽松的政策刺激，中国房地产市场总体上步入了复苏通道，包括市场成交、房价等指标亦在总体上呈现回暖趋势。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在2007年11月触顶，达到106.59点；至2009年3月探底，至94.74点。本轮在2010年3月触顶，达到105.89点后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于2011年12月份跌落至98.89点。2012年以来，前9个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至2012年9月国房景气指数为94.39点，较2011年末降低4.5点。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较2012年有所回升，国房景气指数全年保持在97点左右。2014年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至2014年12月末，国房景气指数为93.93点。进入2015年，国房景气指数延续下滑态势，于5月末达到最低点92.43点后开始小幅回升，在8月末升至93.46点后保持平衡态势，截至2015年末，国房景气指数为93.34点，较上月回落0.01点。

图 1：2010.02~2015.12 国房景气指数

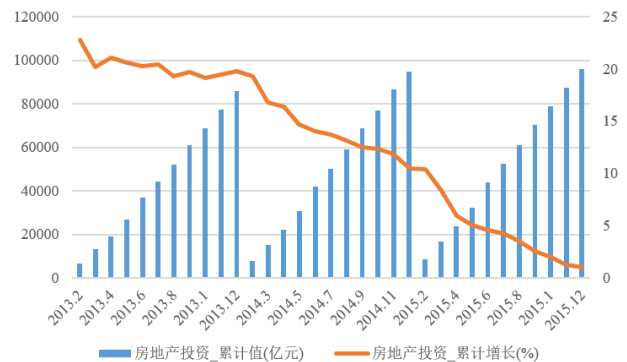


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2013年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投

资增速有所恢复，全年完成投资86,013亿元，同比增长19.8%，增幅比2012年提高3.6个百分点。2014年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资95,036亿元，增速已经下降至10.5%。尽管2015年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速仍延续回落态势，2015年，全国房地产开发投资95,979亿元，名义同比增长1.0%，增速比1~11月回落0.3个百分点，增速继续下行。

图 2：2013.01~2015.12 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，2013年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较2012年呈明显提升，2013年全国房屋新开工面积201,208万平方米，较2012年增长13.5%，增幅提高2个百分点。2014年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014年，房地产新开工面积179,592万平方米，同比下降10.7%。2015年，房地产开发企业房屋新开工面积154,454万平方米，同比下降14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面，2013年以来，随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013年，房地产开发企业土地购置面积38,814万平方米，比上年增长8.82%，土地成交价款9,918亿元，增长33.9%，增速提高2.4个百分点。2014年，伴随着房地产销售

情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积 33,383.03 万平方米，同比下降 14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为 10,019.88 亿元，同比增长 1.0%。2015 年以来，尽管房地产市场呈现复苏态势，但在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；同期，土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

从销售情况看，2013 年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米，比上年增长 17.3%，增速比 2012 年提高 15.5 个百分点；其中，住宅销售面积增长 17.5%，办公楼销售面积增长 27.9%，商业营业用房销售面积增长 9.1%；同年，商品房销售额 81,428 亿元，增长 26.3%，增速比 2012 年提高 16.3 个百分点；其中，住宅销售额增长 26.6%，办公楼销售额增长 35.1%，商业营业用房销售额增长 18.3%。2014 年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292 亿元，同比分别下降 7.6% 和 6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.1% 和 7.8%。进入 2015 年，得益于频出的利好政策刺激，全年销售面积和销售额均有所上升，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。自 2012 年 4 月以来，全国商品房库存面积呈持续上升态势，截至 2014 年末，全国商品房待售面积 6.22 亿平方米，较 2013 年末增加 1.29 亿平方米；其中，住宅待售面积 4.07 亿平方米，较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况亦有所回

升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面在短期内将继续存在，2015 年全国商品房待售面积继续增长，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。

表 2：2013~2015 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2013	2014	2015
资金来源合计	122,122	121,991	125,203
同比增长率	26.5	-0.1	2.6
其中：自筹资金	47,425	50,419	49,038
占比	38.83	41.33	39.17
同比增长	21.3	6.3	-2.7
国内贷款	19,673	21,242	20,214
占比	16.11	17.41	16.14
同比增长	33.1	8.0	-4.8
利用外资	534	639	297
占比	0.44	0.52	0.24
同比增长	32.8	19.7	-53.6
其他来源	54,491	49,689	55,655
占比	44.62	40.73	44.45
同比增长	28.9	-8.8	12.0

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看，2015 年房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，同比增长 2.6%。结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比进一步升至 83.59%。2015 年，自筹资金和国内贷款分别同比下降 2.7% 和 4.8%，占比分别小幅下降至 39.17% 和 16.14%。从房地产贷款余额的结构看，包括个人购房贷款、房产开发贷款、地产开发贷款等在内的房地产贷款余额合计 21.01 万亿元，其中个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款中的占比一直保持在 60% 以上。截至 2015 年末，全国个人购房贷款余额为 14.18 万亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 67.49%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.51%。2015 年其他来源资金 55,655 亿元，同比增长 12.0%，该类资金占比亦升至 44.45%；在其他来源资金中，定金及预收款 32,520 亿元，个人按揭贷款 16,662 亿元。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2013~2015年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 26.7%、57.2%和 59.5%，连续保持高速增长。2015年末，保障性住房开发贷款余额达 1.82 万亿元，占同期房产开发贷款的 36.11%，全年增加 6,761 亿元，同比多增 2,643 亿元，增量占同期房产开发贷款的 92.7%，比上年增量占比高 37.7 个百分点。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个，大幅增加近 50 个。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。2013 年，国务院出台“新国五条”，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台央五条、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。

2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在

供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限外等多手段并施，“调供应”与“促需求”双管齐下，全力去库存。

具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾，且在在建项目或已成交地块，优化住房套型结构，促进用地结构调整；政策效果显著，土地供应过猛的势头得以有效节制，全国 300 多个城市土地供应量同比大幅下滑 36%。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税免征年限至 2 年以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税，提振二手房市场交易增长；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。基于宏观经济层面的承压，央行持续向市场释放流动性，同时多次降息，2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，购房成本已大幅下降；此外，多次降准向市场释放流动性，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点。2015 年 8 月，六部委联合发文取消外资和外籍人士购房限制，一定程度上拉动购房需求增长；同年 10 月，中共十八大五中全会宣布全面放在二孩政策，同年 12 月，中共中央政治局召开的会议提出通过农民工市民化来扩大有效住房需求，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

表 3：2015 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。
2015.02	中国人民银行	自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房款首付可低至四成
2015.03	财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	中国人民银行	自 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委主要负责坚持分类指导，因地制宜，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展
2015.05	中国人民银行	自 2015 年 5 月 11 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整
2015.06	中国人民银行	自 2015 年 6 月 28 日起有针对性地对金融机构实施定向降准，同时下调贷款和存款基准利率，其中一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他各档次贷款及存款基准利率、住房公积金存贷款利率相应调整
2015.08	中国人民银行	自 2015 年 8 月 26 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。
2015.08	住房城乡建设部、商务部、国家发展改革委、中国人民银行、工商总局、外汇局	发布《关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》，调整房地产市场外资准入和管理政策，取消外商投资房企办理境内贷款、境外贷款、外汇借款结汇必须全部缴付注册资本金的要求，有资格的境外机构和个人可购买符合实际需要的自用、自住商品房
2015.09	中国人民银行、中国银监会	《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，为进一步改进住房金融服务，支持合理住房消费，经国务院同意，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015.09	中国人民银行	下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2015.10	中国人民银行	金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%。同时，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5 个百分点
2015.10	住房城乡建设部、财政部、中国人民银行	公积金异地贷款业务正式全面推行。缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地的住房公积金贷款政策，向购房地住房公积金管理中心申请贷款
2015.10	中共十八大五中全会	二孩政策全面放开
2015.11	国务院	《住房公积金管理条例》修订，修订稿明确提出，公积金缴存基数不得低于职工工作地所在设区城市上一年度单位就业人员平均工资的 60%，不得高于平均工资的 3 倍，单位和职工缴存比例上限不高于 12%，下限不低于 5%。
2016.2	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税，对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，房地产行业政策面将继续围“去库存”进行，通过调供应与促需求双管齐下，降首付、减税费、公积金政策、降准降息、取消限外、鼓励农民进城、全面二胎等政策将不断地对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

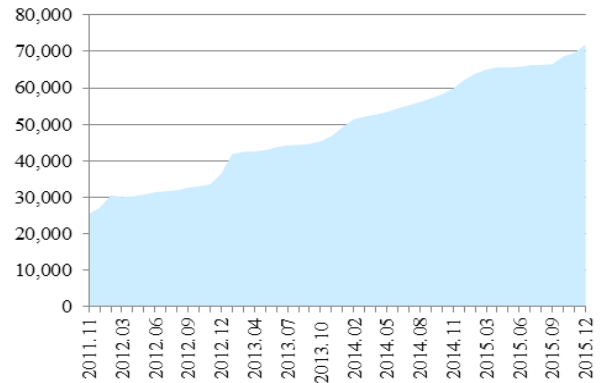
行业关注

2015 年以来，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面，去库存仍是房地产市场的主基调，不同能级城市的市场分化程度亦将继续扩大

2015 年以来，一方面，在政策面的逐步宽松和刚性需求依然强劲的背景下，房地产市场逐步回暖，当年房企销售金额和销售面积均呈现上升态势；另一方面，同时在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势，房地产开发投资速度继续下降。受以上两方面的作用影响，房地产市场供求差增速有所收窄，但在房地产投资速度仍大于去化速度的前提下，无法从根本上扭转市场供需失衡、库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。此外，随着房地产区域市场继续分化，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大较大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

图 3：2011.11~2015.12 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来，持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则大幅增加 1.86 个百分点至 39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

竞争实力

作为区域房地产开发龙头企业，公司在“城中村改造”的开发模式中具备优势，区域市场内的品牌影响力较大

公司于 2003 年起从事武汉的房地产旧城改造和开发，先后在武汉核心区开发了福星城市花园、金色华府、汉口春天、水岸星城等项目，经过多年发展，公司在项目商谈、规划、拆迁等方面积累了丰富的经验，形成了自己独特的“城中村改造”模式。公司扎根于武汉，借助武汉近几年大规模旧城改造，

迅速成长为武汉地区综合实力最强的开发企业，并在武汉区域激烈的市场竞争中保持着领先地位。2005年起，公司连续11年被评为中国房地产百强企业，2005年至2015年连续10年作为中国房地产品牌价值研究对象，被中国房地产TOP10研究组评为：“2014中国房地产品牌价值TOP20”、“中国房地产城市核心运营专业领先品牌价值TOP10”、“中国房地产城中村旧城改造专业领先品牌价值TOP10”；2007~2013年连续位居武汉市房地产开发企业综合实力第一名，是湖北区域龙头企业。2012~2014年公司在武汉地区的市场占有率（根据公司商品房销售额（扣除海外项目）占武汉商品房销售额的比例计算）分别为3.67%、3.68%和4.43%。2014年，公司排名全国房地产百强企业第33名。

公司土地储备量充足，且地理位置良好，有利于项目开发及销售的顺利实施；同时湖北省及武汉市明确对公司城中村改造项目提供支持

公司房地产开发业务将继续以武汉市为核心区域，进一步提高“城中村改造”和“旧城改造”综合水平和规模，不断巩固和提升区域领先地位。截至2015年9月30日，公司“城中村改造”、“旧城改造”项目储备面积（指已取得土地证规划可售面积减除已销售结转面积）为194.62万平方米。除上述已获土地证的储备建筑面积外，公司另有已签署《国有建设用地使用权使用确认书》，因宗地未能拆迁完毕暂时不能申请办理土地证的规划建筑面积321.71万平方米，已完成拆迁进度为74.05%。公司现有土地储备为其未来房地产业务收入提供了较为稳定的基础，且项目资源所在地区绝大部分位于武汉市核心城区，市中心土地稀缺特性亦有利于项目开发及销售的顺利实施。

同时，武汉市住房保障和房屋管理局于2013年9月26日出具了《市房管局关于将福星惠誉城中村及旧城改造项目纳入棚户区改造范围的回函》并明确了对公司“城中村改造”项目的支持。2014年2月12日，湖北省住房和城乡建设厅鄂建函[2014]69号《关于武汉市江岸区红桥村等4个棚户区改造项目纳入全省棚户区改造计划的复函》，同

意武汉市《关于将福星惠誉地产有限公司红桥村等4个项目纳入全省棚户区改造计划的函》，将由福星惠誉地产有限公司实施的江岸区红桥A包等4个片区棚户区改造项目纳入湖北省2013-2017年棚户区改造计划。

业务运营

2012~2014年公司营业收入分别为42.52亿元、58.60亿元和53.44亿元，主要来自于物业销售。近三年公司物业销售收入占营业收入的比例分别为99.98%、96.76%和98.97%，主业运营稳定。2015年前三季度，公司实现营业收入55.39亿元。

表4：2012~2014年公司营业收入构成

单位：亿元			
业务类型	2012	2013	2014
房地产	42.51	56.70	52.89
商业运营	-	-	0.10
其他业务收入	0.01	1.90	0.45
合计	42.52	58.60	53.44

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

项目开发运营

武汉市总面积近8,500平方公里，常住人口约1,000万人。在数十年的发展建设过程中，武汉市中心形成了168个城中村，数量和规模居全国前列。2004年9月，武汉市启动147个城中村综合改造，涉及土地总面积2.1万公顷，总人口35万余人。2006年，城中村综合改造工程在武汉市二环内56个村全面铺开。截至2012年末，武汉市168个城中村已全部纳入改造范围。

从城中村改造模式来看，在国家加大对拆迁居民保护的条件下，房地产企业的拆迁成本越来越高，难度越来越大。作为武汉本土企业，公司在城中村改造开发模式中具备重要的先发优势。截至2015年9月30日，公司“城中村改造”、“旧城改造”项目储备面积（指已取得土地证规划可售面积减除已销售结转面积）为194.62万平方米，占公司项目储备面积的41.32%，为其未来房地产业务收入提供了较为稳定的基础。

公司从2003年开始就切入武汉市城中村改造市场，成为最早涉足武汉市城中村改造的房地产开

发商。近年来，随着城中村改造进度不断深入，公司先后在武汉核心区开发了福星城市花园、金色华府、汉口春天、水岸星城等项目，近几年项目新开工及在建面积呈现振荡增长趋势。2012年以来，公司根据之前年度项目的开发进度情况，适时调整开发节奏。2012~2014年，公司房地产业务新开工及在建面积呈增长趋势，新开工面积分别为81万平方米、83万平方米和120万平方米；在建面积分别为326万平方米、337万平方米和368万平方米。持续扩大的在建面积为公司未来经营业绩的提升提供了较好保障，但同时也需要大量资金投入，需要公司保持良好的流动性。竣工方面，公司近三年竣工面积有所波动，2014年公司竣工面积为56万平方米，较上年下降37.09%。

表 5：2012~2014 年公司开竣工情况

单位：万平方米、个			
	2012	2013	2014
在建面积	326	337	368
项目数量	9	10	13
新开工面积	81	83	120
竣工面积	89	89	56

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2012~2014 年公司项目销售情况

单位：万平方米、亿元			
指标	2012	2013	2014
销售面积	73.34	46.51	56.91
销售金额	66.82	48.30	61.19
结算面积	51.78	56.36	54.16
结算金额	42.51	56.70	52.89

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2012年，公司实现销售面积73.34万平方米，销售金额66.82亿元；2013年，公司实现销售面积46.51万平方米，销售金额48.30亿元，较上年分别减少36.00%和25.79%，主要系2013年公司开发产品主要为超高层住宅，建设至预售周期延长，加之公司加大了商业物业持有量，导致可售房源减少。从销售均价来看，公司2012年和2013年的销售均价分别为8,954.52元/平方米和10,384.86元/平方米。2014年，公司实现销售面积56.91万平方米，销售金额61.19亿元，销售均价为10,752.44元/平方米，均价2013年有所提升。从毛利率方面看，2012~2014年，公司房地产销售毛利率分别为34.32%、30.45%和23.59%，呈现下降趋势一方面由于地产项目结算结构变化，毛利率较高的商业品种结算收入占比逐年下降，近三年分别为32.43%、25.56%和21.03%；另一方面，2014年，公司结算超过6万平方米的还建房，综合导致当期毛利率降幅较大。

表 7：2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司主要项目收入确认情况

项目	2012		2013		2014		2015.1~9	
	结算收入	占比	结算收入	占比	结算收入	占比	结算收入	占比
福星城	62,919.30	14.80%	272,847.40	48.12%	101,001.16	19.10%	14,215.70	3.50%
国际城	212.60	0.05%	131,136.06	23.13%	249,307.66	47.14%	25,408.95	6.25%
水岸国际	130,492.55	30.70%	51,404.92	9.07%	110,178.50	20.83%	101,296.19	24.91%
东澜岸	67,236.60	15.82%	55,456.35	9.78%	63,193.59	11.95%	66,384.76	16.33%
青城华府	119,045.34	28.01%	22,682.75	4.00%	3,237.94	0.61%	3,934.65	0.97%
恩施福星城	29,490.03	6.94%	2,073.14	0.37%	702.50	0.13%	420.00	0.10%
咸宁福星城	4,890.76	1.15%	227.96	0.04%	90.34	0.02%	-	-
孝感福星城	9,158.00	2.15%	60.50	0.01%	66.00	0.01%	-	-
水岸星城	1,609.15	0.38%	1,213.18	0.21%	1,080.07	0.20%	1,512.35	0.37%
东湖城	-	-	-	-	-	-	89,916.30	22.11%
福星华府（江北置业）	-	-	-	-	-	-	103,546.66	25.46%
砖厂村一级开发项目	-	-	29,862.55	5.27%	-	-	-	-
其他项目	2.11	0.00%	2.43	0.00%	6.51	0.00%	-	-
合计	425,056.44	100.00%	566,967.24	100.00%	528,864.26	100.00%	406,634.96	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，得益于在建项目的逐步完工并实现销售结算，2013年，公司实现房地产结算面积56.36万平方米，较上年增长8.84%；实现结算收入56.70亿元，较上年增长33.39%。2014年，公司房地产业务收入较上年略有下滑，全年实现房地产结算面积54.16万平方米，结算收入53.44亿元，分别较上年减少3.91%和5.75%。

土地储备

公司项目开发主要以滚动开发模式进行，配合房地产市场走势、自身的资金情况等因素，合理的开展城中村项目动迁工作。截至2015年9月30日，

公司拥有项目储备面积（指已取得土地证规划可售面积减除已销售结转面积）总计471.02万平方米，其中“城中村改造”、“旧城改造”项目储备面积为194.62万平方米。同时，近年来公司加大了对湖北省内核心二线城市的业务扩张，武汉市区以外的项目储备面积逐年上升。从产品类型来看，公司目前以住宅开发项目为主，少量产品为住宅配套商业地产项目。

表 8：截至 2015 年 9 月 30 日公司土地储备情况

单位：万平方米

项目名称	占地面积	规划可售面积	土地储备面积
福星惠誉 东湖城	15.97	67.10	51.18
福星惠誉 东澜岸	23.65	47.30	8.20
福星惠誉 恩施福星城	7.2	21.79	9.46
福星惠誉 福星城	12.37	61.13	0.88
福星惠誉 福星华府	8.72	40.63	30.21
福星惠誉 国际城	15.51	58.92	13.53
福星惠誉·水岸国际	21.25	90.34	45.83
福星惠誉 咸宁福星城	27.77	77.60	61.24
福星惠誉 汉阳城 D 地块	2.09	8.74	8.74
福星惠誉 汉阳城 E 地块	2.31	8.10	8.1
福星惠誉 红桥村 K1	8.04	36.15	36.15
宇盛宏利项目（暂定名）	2.63	6.58	6.58
银湖仙桃 银湖城	6.10	14.07	14.07
银湖仙桃 福星城	6.84	33.03	5.69
银湖科技仙桃 仙桃中小企业城	26.42	40.91	39.40
银湖科技荆州·荆州中小企业城	33.95	52.16	27.98
银湖科技荆州·银湖时代小区	4.50	10.30	9.37
银湖孝感 银湖科技产业园	26.50	29.04	15.00
武汉银久 银久科技产业园	2.44	7.29	6.20
珈伟光伏 佛祖岭项目（暂命名）	13.33	19.95	19.95
白沙洲中小企业城	20.66	30.98	16.51
银楚星 激光工程设计总部	3.15	9.43	7.53
汉川金山 天街项目	2.22	5.85	5.85
汉川金山 银湖城	8.90	26.10	15.67
汉川金山 福星城	11.84	31.04	1.38
汉川金山 公园华府	3.97	13.42	0.00
银湖监利 银湖城	4.96	24.53	6.33
合计	323.29	872.48	471.02

资料来源：1、公司提供，中诚信证评整理

2、占地面积指土地证记载面积；规划可售面积指已取得土地证地块政府或政府部门核准的建筑面积；土地储备面积指规划可售面积减除已销售结转面积。

总体看，公司现有土地储备较为充足，为其未来房地产业务收入提供了较为稳定的基础，且项目资源绝大部分位于武汉市核心城区或所在城市的中心地段，有利于项目开发及销售的顺利实施。

公司管治

治理结构

目前公司已按照《公司法》等法律法规和规范性文件以及监管部门的相关要求，建立了以股东大会

会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系，并结合公司的实际情况，先后制订和完善了公司治理的规章制度，增强了公司治理意识，并逐步构建了较为完善的法人治理结构，规范公司运作，已提升公司整体的治理水平。

公司在业务、人员、资产、机构和财务五方面独立完整，不存在控股股东占用、支配公司资产等问题，控股股东与公司及各自职能部门之间无从属关系，公司财务部门具有独立的会计核算体系和财务管理体系，其管理模式和流程符合现代企业规范。

内部控制

内部控制体系建设方面，公司成立了内部控制建设专项领导小组，由董事长任组长，副董事长、总经理、财务总监和董事会秘书筹划具体项目，负责对内控建设的实施进行全面领导、审核、决策、部署和指挥；领导小组下设内控项目工作小组，负责内部控制体系建设工作的具体事务。

产品开发质量方面，公司导入房地产企业 ISO9001 质量管理体系，结合公司多年房地产项目开发的经验，建立了一套专业化、规范化、程序化的房地产运作体系。

在财务管理方面，公司加大了资金管控力度，规范系统会计核算。同时，公司本部对项目公司的资金需求、调配和使用进行综合控制，以提高资金使用的安全性和效率。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，通过内外部配合、各职能部门协作，有效地控制了其业务运营和资金管理中的关键风险点，形成了有效的风险监督管理体系，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

根据公司制定的发展规划，短期内公司将继续以武汉市作为其房地产开发的核心区域，进一步提高“城中村改造”和“旧城改造”综合水平和规模。公司将合理安排土地储备，保障未来几年内有充足的土地满足项目开发的需要，保证每年土地拓展面积和开发面积基本匹配，巩固和提升区域领先地位。

但长期来看，“城中村改造”模式不具备可持续性，公司将通过招拍挂等方式拿地，以武汉“1+8”城市圈为发展重点，并逐步拓展海外市场，扩大业务幅度和广度，并逐步建立起以住宅为主，商业物业为辅的房地产开发形态。

总体看，公司整体发展战略较为明确，并根据自身的特点进行了较为合理的战略布局，但快速滚动开发以及增加土地储备产生的资金需求和国家宏观调控政策的不确定性将在一定程度上影响到公司战略目标的实施。

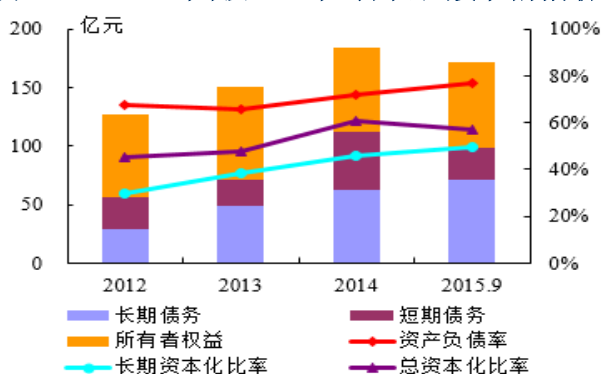
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012、2013、2014 年度审计报告以及未经审计的 2015 年 9 月财务报表。由于公司长期应付款系有息负债，财务指标计算中将长期应付款计入长期债务。

资本结构

近年来随着公司房地产开发规模的增长，其资产规模稳步提升。2012~2014 年末，公司资产总额分别为 214.66 亿元、226.63 亿元和 256.72 亿元，年均复合增长率为 9.36%。同期，伴随着开发项目和土地储备的增加，公司债务规模以及关联方之间资金往来规模持续扩大，使其负债水平逐年上升。2012~2014 年末，公司负债总额分别为 145.00 亿元、148.07 亿元和 183.76 亿元，年均复合增长率为 12.57%。所有者权益方面，得益于公司房地产开发业务较强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本，截至 2014 年 12 月 31 日，公司所有者权益为 72.96 亿元。截至 2015 年 9 月 30 日，公司总资产和所有者权益分别为 316.68 亿元和 73.64 亿元。

图 4：2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，2012~2014 年末以及 2015 年 9 月末，公司总资本化比率分别为 44.84%、47.56%、60.42% 和 57.07%；资产负债率分别为 67.55%、65.33%、71.58% 和 76.75%，净负债率分别为 71.64%、71.18%、140.45% 和 185.16%。公司财务杠杆比率处于行业中等水平，考虑到根据公司业务发展规划，未来仍有较大规模的项目开发及土地储备支出的资金需求，中诚信证评将对公司财务结构的稳健性及可能面临的债务压力给予持续关注。

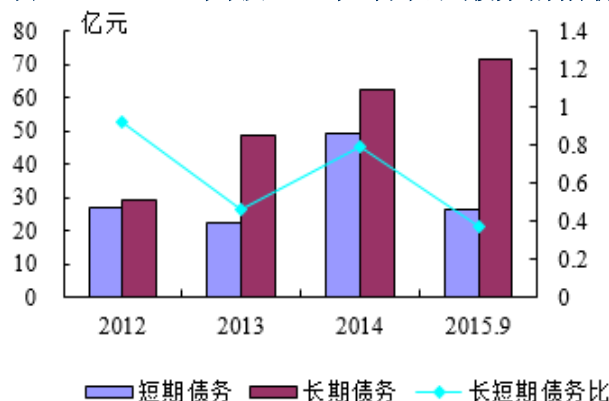
表 9：截至 2014 年末公司与部分房地产上市公司资本结构比较

公司	总资产	资产负债率
万科 A	5,084.09	77.20
保利地产	3,657.66	77.89
招商地产	1,516.92	71.16
金融街	875.87	69.40
荣盛发展	757.92	79.58
新城集团	511.14	76.03
中天城投	433.95	82.41
中华企业	408.14	81.99
信达地产	377.14	78.18
北辰实业	376.84	70.61
福星惠誉	256.72	71.58

数据来源：聚源数据，中诚信证评整理

从债务期限结构看，2012~2014 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务，下同）分别 0.92 倍、0.46 倍和 0.79 倍。2014 年以来，随着长期债务滚动到期，公司短期债务占比上升较快。进入 2015 年，公司积极调整债务期限结构，新增债务以长期借款为主，截至 9 月末，公司长短期债务比降至 0.37 倍，债务期限结构有所优化。

图 5：2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司高周转的经营模式对其财务杠杆利用较为依赖，但其目前债务期限结构较为合理，债务压力较小。未来公司较大规模的项目开发及新增土地储备需求，或将推动其财务杠杆比率上升。

流动性

截至 2014 年末，公司流动资产为 206.03 亿元，占资产总额的比重为 80.25%。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由存货和预付款项构成，截至 2014 年末，存货和预付款项两项合计占流动资产的比重为 90.86%，其中预付款项占比较大主要系公司城中村改造的开发模式所致，公司需提前支付大额拆迁补偿款。

表 10：2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司流动资产分析

	2012	2013	2014	2015.9
流动资产/总资产	95.61%	94.70%	80.25%	83.73%
存货/流动资产	59.64%	61.58%	56.73%	54.37%
预付款项/流动资产	27.42%	28.07%	34.13%	32.71%
货币资金/流动资产	3.27%	7.14%	4.33%	7.90%
(存货+预付款项+货币资金)/流动资产	90.32%	96.79%	95.19%	94.99%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

表 11: 2014 年末公司与部分房地产上市公司流动资产分析

公司	流动资产/ 总资产	货币资金/ 流动资产	存货/ 流动资产
万科 A	91.42%	13.49%	68.36%
保利地产	95.92%	11.42%	76.15%
招商地产	92.46%	16.39%	72.03%
金融街	78.12%	11.78%	74.03%
荣盛发展	95.67%	8.12%	71.74%
新城集团	81.01%	12.28%	72.05%
中天城投	87.29%	13.74%	79.56%
中华企业	87.51%	12.98%	85.64%
信达地产	94.12%	7.73%	84.99%
北辰实业	77.50%	14.76%	82.02%
福星惠誉	80.25%	4.33%	56.73%

资料来源: 聚源数据, 中诚信证评整理

存货方面, 2012~2014 年末, 公司存货净额分别为 122.40 亿元、132.16 亿元和 116.89 亿元。从存货的构成来看, 公司存货主要由在建、拟建项目成本, 以及已完工产品成本构成。2014 年末公司存货中开发成本和开发产品占存货总额的比例分别为 86.22% 和 13.77%。公司竣工项目大部分位于武汉市核心城区, 现房销售压力可控。此外, 较大规模的在建项目开发成本和拟建项目的土地储备成本, 为公司未来业绩增长提供保障, 但同时亦给公司带来了一定的资金压力。

表 12: 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司存货结构分析

	2012	2013	2014	2015.9
存货 (亿元)	122.40	132.16	116.89	144.16
开发成本 (亿元)	100.16	98.85	100.78	109.72
开发成本/存货	81.83%	74.80%	86.22%	76.11%
开发产品 (亿元)	22.23	33.32	16.10	34.43
开发产品/存货	18.16%	25.21%	13.77%	23.89%

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

资产周转效率方面, 资产周转效率方面, 凭借自身的资源优势和项目开发经验, 公司的房地产项目从开发到销售均保持了较快的速度。2012~2014 年公司存货周转率均为 0.43 次; 总资产周转率分别为 0.26 次、0.29 次、0.24 次, 整体周转效率处于行业适中水平。

表 13: 2014 年公司与部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	货币资金/ 短期债务
万科 A	0.32	0.30	1.42
保利地产	0.29	0.32	1.40
招商地产	0.30	0.30	2.32
金融街	0.33	0.27	0.64
荣盛发展	0.34	0.34	0.35
新城集团	0.52	0.52	1.44
中天城投	0.28	0.29	0.78
中华企业	0.12	0.11	0.51
信达地产	0.13	0.16	0.37
北辰实业	0.15	0.18	1.75
福星惠誉	0.43	0.24	0.18

资料来源: 聚源数据, 中诚信证评整理

现金流方面, 2012~2014 年, 公司经营性现金流净额分别为 2.86 亿元、2.83 亿元和 -13.31 亿元。由于公司房地产项目在 2013-2014 年处于快速开发阶段, 导致其经营活动现金流出金额较大, 但公司于 2013 年收回部分对外拆借款项, 使其当年经营性现金净流入为正, 2014 年, 上述非经营性损益事项影响消除, 公司经营性现金流大幅净流出。另一方面, 2014 年公司经营性现金大幅净流出还由于当期预付的土地拆迁安置补偿款及工程款大幅增加。投资活动现金流方面, 2012~2014 年, 公司投资性现金流净额分别为 -4.68 亿元、-0.51 亿元和 -22.72 亿元。2014 年公司投资性现金流大幅净流出主要是由于公司当年购建固定资产以及对外投资规模的扩大所致。综上, 公司 2012~2014 年非筹资性现金流分别为 -1.82 亿元、2.32 亿元和 -36.03 亿元。

货币资金方面, 2014 年受经营性现金流及投资性现金流出较多的影响, 公司年末货币资金余额有所下降。截至 2014 年末, 公司货币资金余额 8.91 亿元, 同比减少 41.86%; 货币资金/短期债务下降至 0.18 倍。另截至 2015 年 9 月末, 公司货币资金规模大幅增加, 货币资金/短期债务增长至 0.79 倍。整体上来看, 公司手持货币资金规模可对其短期债务形成较好覆盖。

表 14: 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末

公司部分流动性指标

	2012	2013	2014	2015.9
货币资金 (亿元)	6.71	15.33	8.91	20.96
经营活动现金流净额 (亿元)	2.86	2.83	-13.31	-10.09
经营净现金流/短期债务 (X)	0.11	0.13	-0.27	-0.38
货币资金/短期债务 (X)	0.25	0.68	0.18	0.79

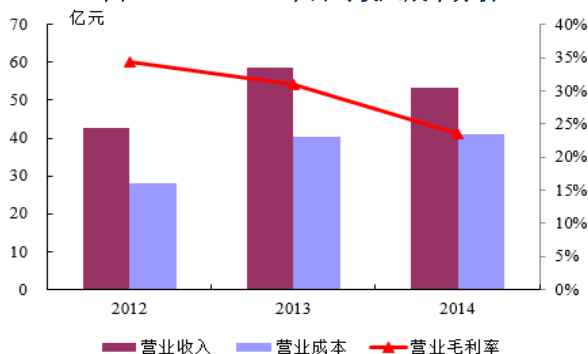
资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司资产周转速度处于行业适中水平, 整体流动性较好, 能够为其短期债务的偿还提供保障。

盈利能力

公司营业收入主要由物业销售、物业出租构成, 以物业销售为主。近年在房地产行业景气度波动明显的背景下, 公司营业收入规模保持相对稳定, 2012~2014 年营业收入分别为 42.52 亿元、58.60 亿元和 53.44 亿元。营业毛利率方面, 2012~2014 年公司营业毛利率分别为 34.33%、30.91%和 23.49%, 近年有所下降主要由于地产项目结算结构变化, 毛利率较高的商业品种结算收入占比逐年下降; 同时, 2014 年结算超过 6 万平方米的还建房拉低了整体毛利率所致。2015 年 1~9 月, 公司营业收入为 55.39 亿元, 营业毛利率为 29.65%, 有所回升。此外, 截至 2015 年 9 月 30 日, 公司预收款项金额为 53.93 亿元, 对其未来 1-2 年经营业绩的保持可提供保障。

图 6: 2012~2014 年公司收入成本分析



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2012~2014 年公司期间费用分别为 2.16 亿元、2.50 亿元和 4.31 亿元。2014 年公司期间费用上升较快主要由于自持商业物业增加投入, 大力促销致使销售费用和管理费用上升, 同时当期项目开发力度加大也使得管理费用上涨; 当

期海外部分项目由于尚未启动, 融资产生利息支出直接计入费用致使财务费用上升。2012~2014 年公司三费收入占比分别为 5.08%、4.26%和 8.06%, 公司期间费用管控能力较好。2015 年前三季度, 公司三费收入占比为 6.97%。

表 15: 2012~2014 年及 2015 年 1-9 月公司三费分析

	2012	2013	2014	2015.1-9
销售费用 (亿元)	1.60	1.42	1.80	1.59
管理费用 (亿元)	0.70	0.73	1.32	1.59
财务费用 (亿元)	-0.14	0.35	1.19	0.68
三费合计 (亿元)	2.16	2.50	4.31	3.86
营业总收入 (亿元)	42.52	58.60	53.44	55.39
三费收入占比 (%)	5.08	4.26	8.06	6.97

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动损益构成。2012~2013 年, 公司经营性业务利润分别为 8.21 亿元和 10.33 亿元, 2014 年, 主要由于营业毛利率下降以及期间费用上升, 公司经营性业务利润降至 2.88 亿元。同期, 公司公允价值变动收益分别为 0.03 亿元、0.31 亿元和 10.93 亿元, 2014 年公允价值变动收益大幅上升主要由于投资性房地产公允价值上升。综上, 公司近三年分别实现利润总额 8.02 亿元、10.51 亿元和 14.30 亿元; 净利润 6.05 亿元、7.82 亿元和 10.52 亿元, 净资产收益率分别为 8.69%、9.96%和 14.42%。2015 年前三季度, 公司实现经营性业务利润 11.57 亿元、利润总额 11.54 亿元和净利润 8.67 亿元。

表 16: 2014 年公司与部分房地产上市公司盈利能力指标

公司	营业毛利率 (%)	所有者权益收益率 (%)
万科 A	29.94	17.34
保利地产	32.03	16.79
招商地产	37.33	20.50
金融街	30.62	27.65
荣盛发展	33.30	18.32
新城集团	26.13	14.63
中天城投	31.29	16.82
中华企业	22.18	12.45
信达地产	35.79	20.66
北辰实业	47.70	28.93
福星惠誉	23.49	14.42

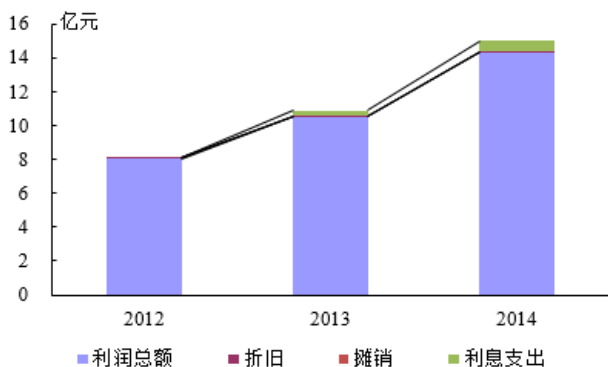
资料来源: 聚源数据, 中诚信证评整理

总体来看，公司契合市场需求的产品定位以及较高的周转效率，带动了其经营业绩的持续增长。同时，较大规模的已售待结算资源、新开工面积的增长，对公司未来经营业绩的提升形成支撑。但同时我们也关注到，受房地产行业景气度波动，行业整体利润回落以及公司高周转经营模式影响，公司近年盈利能力有所下滑。

偿债能力

从债务规模来看，近年来随着公司项目开发规模的扩大，债务规模整体呈上升趋势，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务 111.38 亿元，较上年同期增长 56.31%。其中短期债务 49.20 亿元，长短期债务比为 0.79 倍，较为合理的债务期限结构在一定程度上有助于缓解公司短期偿债的压力。另截至 2015 年 9 月末，公司总债务为 157.32 亿元，短期债务、长期债务分别为 26.44 亿元和 130.87 亿元，长短期债务比为 4.95。

图 7：2012~2014 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2012~2014 年分别为 8.05 亿元、10.88 亿元和 14.99 亿元，与利润总额同趋势波动。从主要偿债能力指标表现来看，2012~2014 年公司总债务/EBITDA 分别为 7.03 倍、6.55 倍和 7.43 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 1.38 倍、1.85 倍和 1.70 倍，公司经营所得对其债务本息的偿还提供了较好保障。

表 17：2012~2014 年末公司部分偿债指标

指标	2012	2013	2014
EBITDA (亿元)	8.05	10.88	14.99
总债务/EBITDA (X)	7.03	6.55	7.43
长期债务/EBITDA (X)	3.66	4.48	4.15
EBITDA 利息倍数 (X)	1.38	1.85	1.70
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.05	0.04	-0.12
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	0.49	0.48	-1.51
资产负债率 (%)	67.55	65.33	71.58
总资本化比率 (%)	44.84	47.56	60.42
长期资本化比率 (%)	29.72	38.26	46.01

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年 9 月 30 日，公司对外担保余额为 26.07 亿元，均系对购房人提供的担保。

财务弹性方面，公司与中行、农行、工行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2015 年 9 月 30 日，公司银行授信总额为 95.62 亿元人民币和 1.40 亿美元，其中未使用授信额度为 21.61 亿元人民币。同时，公司还积极进行信托、房地产基金、股权融资等多渠道融资。总体来看，公司具备一定财务弹性。

整体来看，公司高周转的经营模式对财务杠杆依赖程度较高，且随着土地储备及项目开发规模的进一步加大，公司未来将面临一定融资压力。但考虑到公司较高的周转效率，充足且区位优势明显的土地储备资源，公司未来经营业绩仍有较大的提升空间，亦可对其债务的偿还形成保障。

担保实力

湖北福星科技股份有限公司为本次公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

湖北福星科技股份有限公司原名湖北省汉川钢丝绳股份有限公司，是经湖北省体改委鄂改[1993]16 号文批准，于 1993 年 6 月 8 日以定向募集方式设立的股份有限公司。1999 年 6 月，福星股份在深圳证券交易所挂牌上市，现股票代码为 000926，控股股东为湖北省汉川市钢丝绳厂（以下简称“汉川钢丝绳厂”）。1999 年 10 月，福星股份更名为现

名。2007年10月，经深交所核准，福星股份所属行业变更为房地产业，主营业务由金属制品业务扩充为金属制品业与房地产开发。2008年11月，汉川钢丝绳厂出资成立了法人独资公司福星集团控股有限公司（以下简称“福星集团”），并将其持有的福星股份股权转让给福星集团，福星股份控股股东变更为福星集团。截至2015年9月30日，福星股份总股本71,235.57万股，控股股东为福星集团，持股比例为26.02%。福星股份实际控制人为汉川钢丝绳厂。

福星股份目前的主营业务由房地产开发和金属制品两大板块构成，其中房地产开发由福星惠誉负责运营，以“城中村改造”、“旧城改造”的模式进行；金属制品产业主导产品包括子午轮胎钢帘线、钢绞线、钢丝绳和钢丝。

截至2014年12月31日，福星股份资产总额287.79亿元，所有者权益合计80.40亿元（含少数股东权益），负债总额207.38亿元，资产负债率为72.06%。2014年，福星股份实现营业收入66.86亿元，取得净利润7.14亿元，经营活动现金净流量为-15.21亿元。

截至2015年9月30日，福星股份资产总额349.12亿元，所有者权益合计80.12亿元（含少数股东权益），负债总额268.99亿元，资产负债率为77.05%。2015年1~9月，福星股份实现营业收入62.04亿元，取得净利润6.62亿元，经营活动现金净流量为-4.00亿元。

业务运营

2012~2014年，福星股份主营业务收入分别为61.77亿元、73.91亿元和66.39亿元。2014年福星股份的主营业务收入有所下滑，一方面由于结算面积和结算单价均略有下滑导致房地产销售收入有所减少，另一方面由于金属制品市场需求不足以及销售价格下跌导致金属制品销售收入较上年大幅下降。近年公司房地产业务收入占主营业务收入的比重逐年上升，2012~2014年，福星股份的房地产销售收入占主营业务收入的比重分别为68.81%、76.72%和79.66%。

福星股份房地产业务主要由福星惠誉负责，故

该业务具体运营情况可见上文福星惠誉业务介绍，此处不再重复阐述。

金属制品业务方面，福星股份金属板块的主要产品包括子午轮胎钢帘线、钢绞线、钢丝绳和钢丝。2012~2014年金属制品销售收入分别为19.01亿元、16.87亿元和13.19亿元，其中子午轮胎钢帘线收入占比分别为60.06%、61.64%和65.50%，是该业务板块重要的收入来源。

生产方面，福星股份2012~2014年主要金属线材制品的产量分别23.53万吨、23.21万吨和18.52万吨。从细分产品来看，钢丝绳、钢丝等传统金属制品行业进入门槛较低，生产企业众多且竞争激烈，行业面临产能过剩的情况，近年来产品产量持续缩减。

表 18：福星股份 2013~2014 年金属制品生产情况

单位：万吨/年、万吨

产品	2013		2014	
	产能	产量	产能	产量
子午轮胎钢帘线	12.00	10.42	12.00	9.66
钢绞线	8.00	6.48	8.00	3.55
钢丝绳	3.50	2.83	3.50	2.18
钢丝	4.00	3.48	4.00	3.14
合计	27.50	23.21	27.50	18.53

资料来源：福星股份定期报告，中诚信证评整理

产能方面，截至2014年末，福星股份金属制品年产能达27.50万吨，业务涵盖80多个品种、1,000多种不同规格的线材产品。自2010年以来，金属制品产能得到进一步提升，但产能利用率有所下滑，2013年产能利用率为84.39%，较上年92.21%下降7.82个百分点。2014年以来，由于钢铁及钢铁制品市场供大于求现象没有改善，产品售价处于较低水平，金属业务的产能利用率进一步降至67.36%。

原材料采购方面，福星股份对供应商的筛选标准包括了原材料性价比、供应能力和质量稳定性等。为了控制采购成本，福星股份优先选择当地供应商，并实行适度集中的采购策略，原材料主要为线材，其中90%的原材料通过商贸企业向钢厂采购，剩余10%的原材料自行采购。采购结算上，部分钢厂实行先付货款或现金结算；部分钢厂给予25~30天的账期。

销售方面，从各产品细分情况来看，受汽车工业发展速度放缓的影响，2013年福星股份子午轮胎钢帘线销量为10.36万吨，同比增长4.33%；钢铁产业链上的激烈竞争使得钢绞线销量有所下滑，全年钢绞线销量为6.30万吨，同比下降9.35%。此外，国内宏观经济增速下滑导致煤炭、矿产等资源类产业景气度较为低迷，2013年钢丝绳销量为2.79万吨，同比下降14.68%；钢丝销量为3.45万吨，基本与去年同期持平。2014年，福星股份的金属制品销售进一步放缓，金属制品销量合计19.14万吨，较上年减少16.42%。销售结算上，福星股份对下游客户少部分货到付款，大部分给予1~3个月的账期。

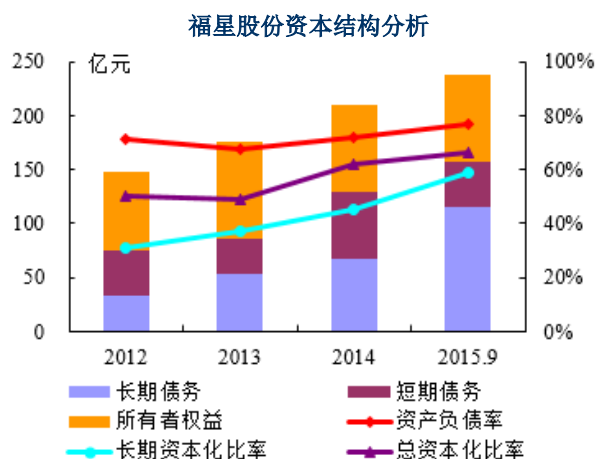
总体来看，福星股份在金属制品业务基础上完成了业务转型，已发展成为区域地产龙头企业，在武汉市内拥有较为丰富的土地储备，未来其经营业绩有望得到进一步提升。但中诚信证评也关注到，目前大量的拟建项目对其资金运作能力提出了更高要求。

财务表现

以下分析基于福星股份提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012、2013、2014年度审计报告以及未经审计的2015年9月财务报表。

从资本结构来看，随着房地产开发规模的增长，近年来福星股份的资产和负债规模稳步提升。2012~2014年末，福星股份的资产总额分别为254.97亿元、271.11亿元和287.79亿元，年均复合增长率为6.24%；负债总额分别为180.78亿元、182.10亿元和207.38亿元，年均复合增长率为7.10%。所有者权益方面，2012~2014年末，福星股份所有者权益分别为74.19亿元、89.01亿元和80.40亿元。截至2015年9月末，福星股份总资产349.12亿元，所有者权益80.12亿元。

图 8：2012~2014 年末及 2015 年 9 月末



资料来源：福星股份定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，近年来伴随着开发项目和土地储备的增长，外部融资规模增加，福星股份财务杠杆比率有所上升。截至2014年12月31日，福星股份资产负债率和总资本化比率分别为72.06%和61.74%，分别较2013年末上升4.89和12.60个百分点，剔除预收账款后资产负债率为67.68%。与行业内其他上市房地产企业相比，其杠杆比率处于中等水平。随着项目开发的快速投入以及公司债券的发行，截至2015年9月末，福星股份的资产负债率和总资本化比率分别升至77.05%和66.31%。

从债务期限结构看，2012~2014年末，福星股份长短期债务比（短期债务/长期债务，下同）分别为1.26、0.62和0.94。具体看，2013年福星股份新增债务以长期贷款为主，长短期债务比有所下降。2014年，主要由于一年内到期的非流动负债由2013年末的20.72亿元增至48.34亿元，长短期债务比有所回升。2015年福星股份16亿元公司债券顺利发行后债务期限结构有所优化，2015年9月末长短期债务比下降至0.37。

盈利能力方面，福星股份2012~2014年分别实现营业收入62.45亿元、76.63亿元和66.86亿元；净利润6.13亿元、6.81亿元和7.14亿元，利润规模稳步提升。2015年1~9月，福星股份实现营业收入62.04亿元、净利润6.61亿元。此外，截至2015年9月30日，福星股份预收款项余额为54.02亿元，较大规模的房地产项目待结算资源对其未来1-2年经营业绩的提升提供较好保障。

获现能力方面，近年来在利润规模增长的带动

下，福星股份EBITDA表现持续向好，2012~2014年EBITDA分别为11.36亿元、13.17亿元和14.86亿元。从主要偿债指标表现来看，2012~2014年，福星股份EBITDA利息保障倍数分别为1.57倍、1.87倍和1.48倍；经营活动净现金流/利息支出分别为1.06倍、0.11倍和-1.51倍，EBITDA、经营性现金净流入对债务利息支出的覆盖较为一般。同期，总债务/EBITDA倍数分别为6.54倍、6.53倍和8.73倍，其获现能力能对债务的偿还提供一定保障。

表 19：2012~2014 年末福星股份部分偿债指标

指标	2012	2013	2014
EBITDA（亿元）	11.36	13.17	14.99
总债务/EBITDA（X）	6.54	6.53	8.66
长期债务/EBITDA（X）	2.89	4.03	4.46
EBITDA 利息倍数（X）	1.57	1.87	1.47
经营活动净现金流/ 总债务（X）	0.10	0.01	-0.12
经营活动净现金流/利息支 出（X）	1.06	0.11	-1.50
资产负债率（%）	70.90	67.17	72.06
总资本化比率（%）	50.04	49.14	61.74
长期资本化比率（%）	30.70	37.34	45.37

资料来源：福星股份定期报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至2015年9月30日，公司对外担保余额合计89.29亿元，均系对子公司的担保，对外担保余额占净资产的比例为111.45%，比例较高，我们将对其或有负债风险保持关注。

其他或有事项方面，根据全国企业信用信息公示系统（湖北）显示，于2015年4月21日，福星股份将其持有的公司部分股权质押给交通银行股份有限公司孝感分行，出质股权数额5200万元。

财务弹性方面，公司与中行、农行、工行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至2015年9月30日，公司获得各家银行授信总计人民币140.45亿元及美元1.40亿元，其中未使用授信余额人民币32.27亿元。此外公司还积极进行信托、房地产基金、股权融资等多渠道融资，具备一定财务弹性。

总体上，近年来福星股份资产规模持续增长，整体盈利状况良好，抗风险能力很强，能够为本次公司债券本息的偿还提供一定保障。

结 论

综上，中诚信证评评定福星惠誉房地产开发有限公司主体信用级别为**AA**，评级展望为稳定；评定“福星惠誉房地产有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为**AA**。

关于福星惠誉房地产有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

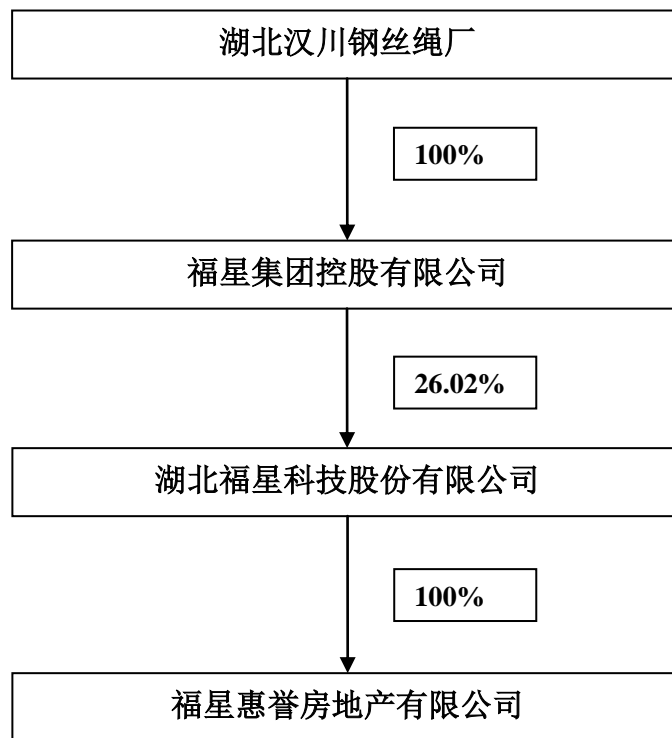
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

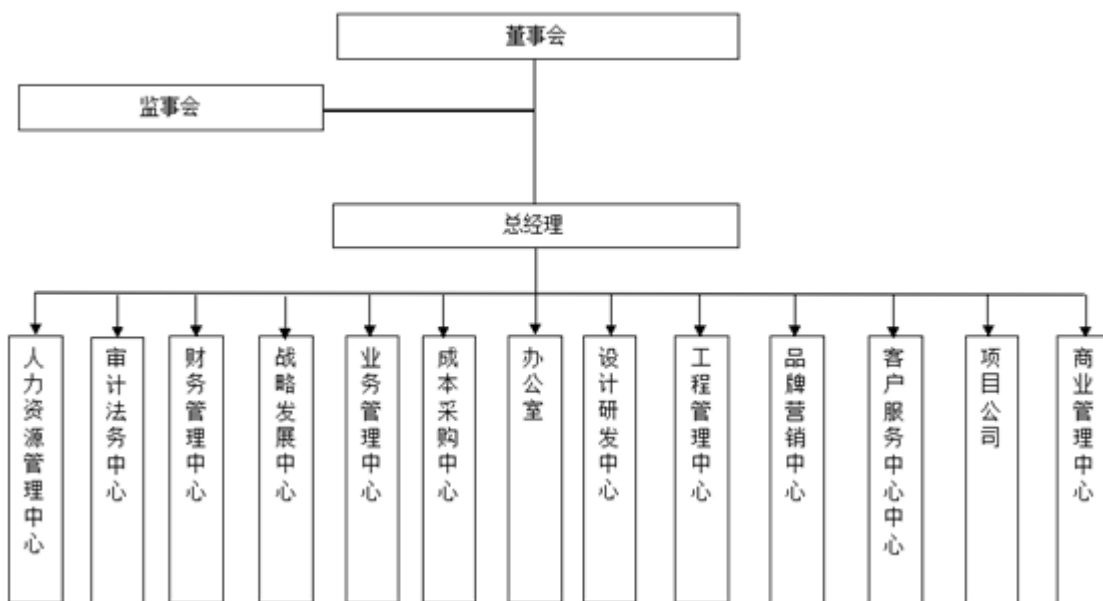
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：福星惠誉房地产有限公司股权结构图（截至 2015 年 9 月 30 日）



附二：福星惠誉房地产有限公司组织结构图（截至 2015 年 9 月 30 日）



附三：福星惠誉房地产有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.9
货币资金	67,134.65	153,321.90	89,140.17	209,576.08
应收账款净额	966.16	3,067.09	1,849.30	9,954.57
存货净额	1,223,955.61	1,321,611.87	1,168,851.81	1,441,596.33
流动资产	2,052,331.77	2,146,302.44	2,060,262.56	2,651,378.48
长期投资	300.00	300.00	300.00	300.00
固定资产合计	68,867.37	116,313.28	495,694.30	501,333.25
总资产	2,146,606.93	2,266,330.76	2,567,192.43	3,166,755.38
短期债务	271,604.52	225,635.56	492,020.13	264,431.87
长期债务	294,612.94	486,925.88	621,819.92	1,308,724.24
总债务 (短期债务+长期债务)	566,217.45	712,561.44	1,113,840.05	1,573,156.12
总负债	1,449,961.76	1,480,677.98	1,837,596.88	2,430,327.05
所有者权益 (含少数股东权益)	696,645.17	785,652.77	729,595.55	736,428.33
营业总收入	425,157.01	585,972.36	534,432.09	553,938.85
三费前利润	103,696.07	128,297.79	71,926.23	122,164.79
投资收益	0.00	1,565.32	6,454.32	4,531.51
净利润	60,511.07	78,212.44	105,227.94	86,677.10
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	80,512.05	108,800.68	149,931.97	-
经营活动产生现金净流量	28,630.66	28,332.83	-133,138.95	-100,925.67
投资活动产生现金净流量	-46,764.51	-5,136.43	-227,213.14	-199,727.92
筹资活动产生现金净流量	28,372.41	12,458.60	295,340.26	365,138.15
现金及现金等价物净增加额	10,238.55	36,500.15	-64,257.53	63,600.23
财务指标	2012	2013	2014	2015.9
营业毛利率 (%)	34.33	30.91	23.49	29.65
所有者权益收益率 (%)	8.69	9.96	14.42	15.69
EBITDA/营业总收入 (%)	18.94	18.57	28.05	-
速动比率 (X)	0.72	0.84	0.77	1.15
经营活动净现金/总债务 (X)	0.05	0.04	-0.12	-0.13
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.11	0.13	-0.27	-0.76
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.49	0.51	-1.51	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.38	1.85	1.70	-
总债务/EBITDA (X)	7.03	6.55	7.43	-
资产负债率 (%)	67.55	65.33	71.58	76.75
总资本化比率 (%)	44.84	47.56	60.42	68.11
长期资本化比率 (%)	29.72	38.26	46.01	63.99

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：湖北福星科技股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：亿元）	2012	2013	2014	2015.9
货币资金	14.71	24.30	12.24	27.55
应收账款净额	6.09	5.76	4.30	6.23
存货净额	125.10	135.82	119.08	146.93
流动资产	224.40	237.09	216.17	297.36
长期投资	0.47	0.47	0.47	2.80
固定资产合计	29.08	32.55	69.23	72.83
总资产	254.97	271.11	287.79	377.61
短期债务	41.44	32.96	62.98	44.56
长期债务	32.86	53.05	66.78	116.27
总债务（短期债务+长期债务）	74.30	86.01	129.76	160.83
总负债	180.78	182.10	207.38	277.80
所有者权益（含少数股东权益）	74.19	89.01	80.40	99.81
营业总收入	62.45	76.63	66.86	64.11
三费前利润	13.28	14.58	6.97	12.99
投资收益	0.00	0.16	0.65	4.53
净利润	6.13	6.81	7.14	6.21
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	11.36	13.17	14.50	-
经营活动产生现金净流量	7.69	0.75	-15.21	-7.72
投资活动产生现金净流量	-5.48	-1.58	-23.79	-14.44
筹资活动产生现金净流量	-3.38	7.30	27.15	31.92
现金及现金等价物净增加额	-1.17	6.56	-11.77	9.68
财务指标	2012	2013	2014	2015.9
营业毛利率（%）	28.09	25.97	18.64	26.09
所有者权益收益率（%）	8.26	7.65	8.88	11.01
EBITDA/营业总收入（%）	18.19	17.19	22.23	-
速动比率（X）	0.75	0.90	0.77	1.07
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.01	-0.12	-0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.19	0.02	-0.24	-0.12
经营活动净现金/利息支出（X）	1.06	0.11	-1.51	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.57	1.87	1.57	-
总债务/EBITDA（X）	6.54	6.53	8.73	-
资产负债率（%）	70.90	67.17	72.06	77.05
总资本化比率（%）	50.04	49.14	61.74	66.31
长期资本化比率（%）	30.70	37.34	45.37	58.93

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款（付息部分）

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。